

[立教大学経済学部・経済研究所共催 公開シンポジウム]

## アベノミクス，その現状と課題

日 時：2013年6月26日（水） 18時30分～20時40分

会 場：立教大学池袋キャンパス 8号館 8202教室

報 告：大胆な金融政策の効果 アベノミクス変調の意味

.....櫻井 公人（本学経済学部教授）

「機動的な財政政策」の帰結

.....池上 岳彦（本学経済学部教授）

アベノミクスと中小企業支援策

中小企業を織り込んだ成長戦略の策定を

.....山口 義行（本学経済学部教授）

ファシリテーター：藤原 新（本学経済学部准教授，経済研究所副所長）

司 会：關 智一（本学経済学部准教授，経済研究所副所長）

### 【報告1】

大胆な金融政策の効果 アベノミクス変調の意味

櫻井 公人

皆さん，こんばんは。お足元の悪い中，どうもありがとうございます。1つ心配していることがあります。2008年7月にこの会場で，グローバル金融危機が深刻なことになるのではないかということを議論したときにも，300人ほど来ていただきました。そこにおられる山口さんは「しばらくしたら大変なことが起きるから，経営者の方は心しておくように」と予言をされたのですが，その後リーマンショックが起きてしまいました。しばらくして，また次のシンポジウムがありまして，再生可能エネルギーについて検討したのですね。するとその後，原子力発電所の事故が起きてしまい，再生可能エネルギーが脚光をあびることになりました。これらはちょっとした自慢でありまして，当研究所のシンポジウムには先見の明があるということを言いたかったのですが，他方で，ここでの議論が次にどんなことを引き起こすのかということを少し心配しているのも事実であります。

さて，「大胆な金融政策の効果」についてです。アベノミクスが鳴り物入りで登場して以降，しばらくは好調のように見えたのですが，ここにきて若干，変調をきたしているような

気がいたします。この理由は何なのかということ、アベノミクスのメカニズムを解剖しながら検討していこうというのが今日の話であります。

アベノミクスにおける大胆な金融政策というのは、日本経済に確かに大きな刺激を与えて、これまでの停滞を打ち破ろうとするひとつの試みとして評価されると思いますが、他方で、5月末以降には「変調」の兆しが見えたこともあり、一体これをどう理解したらいいのかというのが問われていると思います。この点、「マネー供給における銀行部門の役割」というあたりに焦点を置いて考えてみます。最後には、焦点となる論点を3つ4つ取り上げます。細かいところをきっちり押さえていくというよりは、大きな話に膨らませて、政策課題の今後の展望ということをお話したいと考えております。

### 量的緩和政策とは何か

アベノミクスにおける三本の矢のうちの1つ、大胆な金融緩和は、量的緩和政策と呼ばれています。これは何ものかといいますと、伝統的には金利を上げたり下げたりして、景気の調節を図ったりということを金融政策の仕事としてやってまいりました。ところが、金利をどんどん下げて、ゼロの近くまで下げてしまいますと、これ以上、金融政策が効果を発揮する余地がない。そこで登場したのが量的緩和と呼ばれる政策です。銀行部門に持たせる資金の量に注目して、銀行の保有する国債を中央銀行がどんどん買い上げていく。逆に言うと、買い上げた代金が銀行に振り込まれていく。代金が銀行に振り込まれていくというのは、中央銀行に置かれたそれぞれの銀行の口座にどんどんお金がたまり、資金供給されていくということです。

注意していただきたいのが、マネー供給については、今申し上げましたような、中央銀行から銀行部門へというAの段階の流れ、それから、その後に続くべき銀行部門から家計へ、企業へという一般に流れていくBの段階の流れ。AとBの2つの段階に分けてその流れを考えることができます。2段階に分かれていることには、注意していただきたいと思います。

たとえば、この量的緩和政策は、2001年から2006年にかけて日銀が採用しまして、どんどん資金を増やしていきました。銀行部門がもつ資金はもともと5兆円ぐらいしかなかったところ、30 - 35兆円を目標に、5倍、6倍へと資金供給を拡大したのであります。

景気回復には一定の効果があつたということで、日銀は2006年にこれをやめてしまいました。ですが、もっと続ければもっと物価も上がったはずだという見方もありまして、そのあたり議論が分かれるようになりました。物価を上げられるというアベノミクスの議論は後に見ることにしまして、そもそもそのようにして自動的に物価が上昇することはないのだという反対派の意見を先に見ておきましょう。すなわち、金融政策についてそのような使い方をしても効き目がないのだという見方です。

## 反アベノミクスの「デフレ」理解

なぜ効き目がないのかという点については、いろいろな議論の組み立てがあります。すべてみていると大変なことになるので、私なりに拾ってざっくりとまとめてみます。まず、そもそも現状がデフレなのかどうかという論点を別にして、つまり仮にこれがデフレだとして、どんなタイプのデフレだと見るかによっては、金融政策だけで物価を上げられないという見解が出てくるでしょう。たとえば、海外からとても安い商品がどんどん流入してくる。100円ショップに行けば、「こんなものが100円で買えるのか」という驚きがある。ユニクロの商品のように、じょうぶで長もち。安い商品が海外からどんどん輸入される。これがデフレの正体なのだとすれば、金融政策だけで対処しにくいということも理解されるでしょう。

あるいは、そもそも昔のパソコンの性能と今のパソコンの性能を比べますと、性能は格段にアップしているのに、価格は逆に5分の1になったりしている。技術進歩の結果、性能との見合いで急激に価格の下がった商品が増えていることに注目する議論もあります。人口が減って高齢化が進めば、人口と生産性の面からそもそも自然的な成長率が下がり、経済規模が小さくなるのもむしろ当然だという考え方もあります。さらに、日本経済は賃金下落しやすい構造をもっており、賃金下落こそがデフレ理解のポイントなのだという議論もあります。

こういったさまざまな構造的な要因を重視する議論とは対立する考え、すなわち貨幣供給の不足だけが物価下落の原因であって、量的緩和政策で貨幣供給さえ増やせば物価が上がるのだ、2年で2%ほど上げてみせようというのがアベノミクスだということになりそうです。したがって、逆に現状がこの構造的要因に着目すべきタイプの「デフレ」であるとするなら、貨幣供給だけにこだわるアベノミクスではあまり効き目はない、という対立構図になっています。

## 「リフレ」派による予想インフレ率上昇率と実質金利低下

アベノミクス側の見方は「リフレ派」と呼ばれることもあります。さまざまな構造的な要因が原因なのでなく、貨幣供給量が不足しているから物価が上がらないという理解に立つ。日銀が本腰を入れておらず、金融政策が不十分だ、だから物価が上昇しないのだというのが、この立場の主張です。かつて「5兆円を30兆円まで大幅に増やしたではないか」とも思うのですが、まだ足りないというわけです。「どこまでやったらいいのか」と聞けば、物価が上がるまでやればいいのだとこたえるのでしょう。ともかくやり続ければ必ず上がると「信じて」いるわけです。これがとりもなおさず、今見ようとしているアベノミクスの立場でしょう。

ただ、少しだけ難しいことを言いますと、すでに述べましたように、物価を上げると安倍さんが言っているのだから、きっと上がるよねという期待や予想が、じわじわと広がってくるこ

とが、ある意味で前提になっています。また、中央銀行が政策を2年は続けると宣言して約束していますが、このコミットメント（約束）も前提になるはずだといえるでしょう。

さて、物価上昇の期待や予想を前提にしたときの理屈を考えましょう。今までの私の物価上昇に対する予想がゼロ%だったとします。ところが、1%ぐらいなら上がるかなと思い始めたことを、予想インフレ率（予想物価上昇率）が1%になったというわけですね。そうすると、実際の名目金利が2%だったとして、予想インフレ率が1%になったとたん、実質インフレ率は2引く1の1というように下がってくるのですね。もっと言えば、「黒田さんが2%と言うのだから、ひょっとすると2%上がるかもしれない」と、私自身がだんだんリフレ派になって「物価は2%上がる」と信じ込み、名目金利が2%で、予想インフレ率が2%になると実質金利はゼロとなり、そろそろ借りたほうが得かなということになる。あるいは、インフレ率の予想が3%に上がるようなら、実質金利はさらに下がりマイナスになる。この効果を想定すると、これは早くお金を使わないと損だということになり、お金がめぐり始めるというのが一つの説明です。

以上、デフレの理解についての対立、予想物価上昇率と実質金利についてのリフレ派による説明などを少し詳しくみてまいりましたが、ややこしそうでしたら、ここは忘れていただいても結構でございます。

### 量的緩和政策

次に、量的緩和政策の仕組みですが、マネーの流れを先ほどAとBという2段階に分けました。日銀から銀行部門へ行くお金（A）と、銀行から家計や企業部門に行くお金（B）の流れという2つです。日銀が操作して増やせるお金はどこにあるのでしょうか。黒田日銀総裁が「どんどんお金を供給する。30兆円でも少ないのだから、2年で2倍、200兆円でも、いくらでもいい」と言っているそのお金は、実はこの2段階あるうちの日銀から銀行部門へという供給（A）だけなのです。ここを注意していただきたいのですが、どんどん供給し増やし続けたお金はどこに行くかというと、受け取った銀行、三井住友とか、三菱東京UFJなどそれぞれの銀行がもっている日銀の口座、日銀当座預金というところに預けられます。そして、それが世の中に出回るかどうかがというBの段階は、その後それぞれの銀行の判断次第ということになります。

マネー供給の後半部分であるBの段階にどんなルートがあるのか、私は授業で、4つぐらいあるだろうから、考えてごらんと問いかけました。「銀行だから、企業に貸し出すルートがありますね」と、まず誰かが言ってくれました。2つ目、「国債を買うとか」という答え。景気が悪く、危なくて企業に貸し出せないと思えば、国債購入が増える。ほかにも株を買うかもしれない。外国へ投資するかもしれないといういろいろ出てきました。私は実は気がつかなかった

のですが、「使わないという手もありますよね」と誰か言ってくれました。

ですから、このように4つか5つぐらいに使い道を区分できる。さて、この中で本当に物価を上げるようなマネー供給のルート、アベノミクスでいう2年で2%物価上昇しそうなパターンはどれでしょうか。企業や家計への貸付けがあれば、金めぐりがよくなって成長するでしょうし、物価も上昇するだろうと思われませんが、それ以外ですと全般的な国内の金めぐりにはつながらず、物価上昇にもつながらない可能性が大きいわけですね。つまり、最初のAの段階ではどんどん、じゃんじんと、蛇口を開いてマネー供給しますけれども、2番目のBの段階のところで、企業、家計へ貸付けがどんどん増えていくのかどうか、金めぐりがよくなるかどうかのポイントだというわけです。

ここで先ほどの、予想物価上昇率についての少し難しめの説明について考え直してみよう。仮に物価が上がるとなれば、モノの値段が上がる前に買っておけば得だからみんながどんどんモノを買います。消費税率引き上げで消費税分だけ値上がりする前にモノを買おうとする人が増えるのと似た理屈ですね。その際、世の中にある商品ないし財の量が一定で、しかもみんなが買おうとすれば、物価が上がっていくだろうというような見方。これがアベノミクスを支えている理論の考え方でした。そしてこれが成立するためには、マネー供給のBの段階で、企業が借金して投資をするとか、家計がローンを組んでマンションを買うとかいう形で、金めぐりのよくなる事態につながる必要があります。その後に企業業績が好転し、そのかげで賃金も上がるから需要も増えて……という好循環につながる出発点もこちらからです。

他方で、もう1つの考え方では、先ほど言いましたように、日銀から銀行部門へというAの段階ではどんどんマネーが流れますけれども、銀行部門から企業や家計へというBの段階では自動的に流れるとは限りません。したがって日銀からのマネー供給が投資や消費を増やすとは限らず、企業業績が改善されて賃金も上がり、だから消費がまた増えて、企業業績が増えてというような、アベノミクスで想定されている循環になるとは限りませんよというもう1つの見方があるわけですね。この2つが対立しているということです。さあ、皆さん、どちらが正しいでしょうか。ここまででみなさんに判断の材料を今提供できたのではないのでしょうか。

### アベノミクス「変調」の背景

一本調子に株価も上げてきたところ、5月末には大きな調整局面も経験しております。なぜこのような変調を来したのかというと、4つぐらいの理由が考えられています。まず1つ目です。同じような緩和政策をとっているアメリカの中央銀行であるFRB (Federal Reserve Board)。この緩和政策終了の可能性をFRB議長が口にした翌日の5月23日、日経平均株価も1000円を超す下げとなりました。もう1つは、中国経済が変調を来している指標があらわれたのも、日本の最近の変調の理由にあげられそうです。3つ目は、世界のヘッジファンド等々が

日本市場に入ってきている。しかも、高性能のコンピューターを使ったアルゴリズム取引、すなわち1秒間に1,000回くらい取引できるような取引をしている。一気に1,000円下がったり、500円上がったというような状況が生じているのは、ヘッジファンドの行う HFT (High Frequency Trading) と呼ばれる高頻度取引に原因があるともみられるわけです。4つ目は、ちょうど今、成長戦略が出てきたのか、出てきていないのか微妙なところなのですが、その評価が関係している可能性も指摘できるでしょう。やり残された政策を並べただけの官僚の作文ではないとか、企業の欲しいものが入っていないだろうとかいう不満も影響しているでしょう。それぞれの成長戦略を出す会議が乱立して、それぞれの提起する議論の中身が互いに矛盾していることに気づかれてしまったということもあるかもしれません。経済財政諮問会議が「骨太方針」を、産業競争力会議が「成長戦略」を、そして規制改革会議が「規制改革」を提起しています。覚えきれません。

### アベノミクスの焦点

ですから、焦点となるのは、銀行部門から企業等々にお金が回るようにできるのかどうかのところ。実を言えば、結局のところアベノミクスで効果の出ている部分は、円安になったこと、それから、ジャブジャブ出てきたお金を先に使って株式投資を早くした人たちがお金をもうけたことにあるのです。そして彼らが高額商品の消費に走るという「資産効果」があり、これがめぐりめぐって景気を良くする効果が期待されている。これを「トリクルダウン (おこぼれ効果)」言うのですけれども、株価が上がったことで、資産効果からのトリクルダウンに依存しているのです。また、ここには社会における格差構造も反映されています。もっと大きな好循環をえがくためには、しっかり企業が投資をし、国内需要が拡大するのが望ましいはずですが、どちらになるのか政策の分かれ目にあるというのが1つ。

もう1つは、この政策効果は、今少し検討しましたように、そうやってジャブジャブにマネーを出さなくても、本当にしっかりした成長戦略をもっているのであれば、その成長戦略を先に出して、その戦略で成長が実現し、後からそれに応じたマネー供給を行うぐらいでもよいはずなのではないとも言えるわけです。ところが実際に、成長戦略で出された骨太方針は、この順序にはなっていないということがむしろわかるわけです。

3つ目の焦点は、金融を緩和すれば、資金をジャブジャブに出しますから、必要ないくらでも借りることができ、金利が下がってくるはずです。黒田さんは当初、金利を下げるというメッセージを出しておりました。ところが他方では、物価が上がると一般に金利はそれに合わせて上がっていきますので、2年で物価を上げますと強調していますから、金利も上げていきますよというメッセージも同時に出していることになり、逆向きのメッセージをいっぺんに出していたことになるわけですね。そこで金利が乱高下したというあたりが3番目の焦点になる



でしょう。

この点、冒頭で申し上げた、リフレ派による予想インフレ率と実質金利についての説明を使って検討しましょう。名目金利が一定ないし低下するという想定の下、予想インフレ率を上げることで実質金利を低下させる、そしてお金を使わせるというのがアベノミクスの理屈だったはずですが、ところがそこでは、別の可能性が見逃されています。予想インフレ率が上がったとして、たとえば実質金利が一定となるように名目金利が上がる可能性だってあるということを忘れていたということでしょう。実際にマーケットはそのようにも反応したのです。

まとめますと、アベノミクス自体が金利を下げようとしているのか、上げようとしているのか。あるいは、財政を拡張しようとしているのか、再建（緊縮化）しようとしているのか。成長戦略の中で規制緩和をしようとしているのか、政府介入を増やそうとしているのかなど、内包する矛盾が相当に大きいのではないかと。アベノミクスには、どちらにころぶかわからない、ギャンブル的な実験という性格があるように思われてなりません。

わかりやすい矛盾は、生活保護費の削減です。デフレが続くのだから生活保護費を削減できるという理屈ですが、2年以内のデフレ脱却という目標と整合していません。また、整合性という点で最大の論点は、これだけのギャンブル的な金融政策を先に出して、資産効果で社会的な格差を拡大していることにあります。通常のギャンブル場というのは、ギャンブルをしたい人だけがギャンブルできる場所になっているはずですが、この政策実験においては、我々の社会全体が賭けの対象になっているわけです。こういう恐ろしい金融政策的な実験は後回しにすべきです。先に成長戦略1つでも2つでも3つでも、しっかりしたものを打ち出し、それを下支えするように財政支出もする。金融政策でも支えるというのが筋でしょう。

実際には機動的に財政支出をしておいてから、後から成長戦略を出そうというのでしたね。これもおかしい話で、この成長戦略だから財政がこうだというのが本来の順番ではないでしょうか。同じように、成長戦略がしっかりあれば、それに合った財政政策は後から当然出てきて、そのときに景気をしっかり下支えする異次元の緩和政策は、後からそれをフォローするような順番であるべきだと思います。

### 焦点としての日本国債

ところで、世界中のヘッジファンドが狙っているのが日本であり、これまでのように「ジャパン・パッシング」として無視されるよりましかもしれないとはいえ、注目される事情はあまり芳しいものではありません。問題になったギリシャよりも大きな対GDP比で200%を超える債務残高を抱える日本、あるいはその日本国債がターゲットとされているからです。

ギリシャなどと根本的に異なるのは、国内で国債が90%以上消化されてきたこと。また、長らく経常収支の黒字が大きかったこと。つまり、貿易で黒字を稼いで、その稼いだお金で外国

にお金を貸し付けてきたこと。これまで外国の国債を買ってあげることができており、外国との間では差し引きして債務をもたずに巨大な債権国だということです。したがって、これらの状況が盤石なら問題はないのですが、今後ひょっとしてこの状況に転機が訪れるのではないかと思わせるようなことが重なってきますと、日本国債をターゲットとした投機アタックが生じかねないという点があります。

ヘッジファンドが狙うことのできるポイントを掲げれば次のようになります。人口減少や高齢化にかかわる指標の悪化、貯蓄率の低下、貿易収支・経常収支の黒字幅の減少や赤字化、国債の国内消化率の低下、長期金利の上昇（長期国債の価格低下）、以上に関連した政策の混乱などです。日本国債をめぐる状況に注目しているのは、ヘッジファンドだけではありません。IMFも、日本の銀行が国債をたくさんもっているため、金利が跳ね上がって国債価格が下落すると、多額の損失を抱えて金融不安を引き起こしかねないと警告しています。

もう少し詳しく見ておきましょう。日本の長期債務がざっと1,000兆円で、国債の累積残高は700兆円ほどです。予算90兆円の財政を組んで、その中で20兆円ほどが国債の償還その他に当てる国債費になっている。先ごろの国債市場で、0.3%だった金利が1%になりました。仮にもっと大きく1%幅の上昇が固定された場合、年間で利払いが10兆円増えるという試算です。2%、3%と上がれば、20兆円、30兆円増えます。こうなると利払いのための借金、借金のための借金という部分が大きくなりすぎ、持続可能性が問われるような事態になりかねないわけです。

国内で消化されているため、今のところギリシャその他とは状況が全然違うのですけれども、貯蓄率はどんどん低下しておりますし、貿易収支の黒字、経常収支の黒字などの部分では、何カ月か続けての赤字や、大幅な黒字減になったりしています。しかも日本の輸入構成を見ますと、原油その他エネルギーが25%、食糧が8%ですから、輸入の3分の1ほどはいくら値上がりしても減らしようのないものであり、円安になれば輸入額もふくらまざるをえないわけです。

### なぜ量的緩和政策が広がるのか

最後に、世界中の中央銀行が相次いで量的緩和政策をとっていることの意味について考えたいと思います。最初はFRBがリーマンショック後に不良債権を買い込む政策として開始しましたが、いつの間にか為替切り下げ効果が意識されるようになりました。2012年9月には、規定上は行いにくいと思われていたECBのドラギ総裁が、当時問題になっていたスペイン国債をすべて購入すると宣言し、量的緩和を始めました。2006年に停止していた日本銀行も、2013年には大規模に再開しました。

量的緩和が標準的な政策になってしまった感があります。これにはひょっとして新しい意味があるのではないかとも思えます。21世紀初頭の閉塞感を乗り越えてその後好況を演出できた



米欧の経済は、近年一転して相次いで危機に陥りました。これがきっかけです。そして、いずれも今日、財政政策で行き詰って非伝統的な金融政策を行い、過度に金融政策に依存しているのが現状です。アメリカでは「財政の崖」と呼ばれる状況が繰り返されますし、欧州では各国の国債が焦点となるソブリン危機であるとされます。その欧州諸国を上回る長期債務を抱える日本も同様です。政府にできないことを中央銀行が行わなければならない、政策指標として日本銀行が物価上昇率を目標としたように、FRBは失業率を、イングランド銀行は成長率や失業率を、参照しているようです。財政逼迫と金融依存とが併存する状況があたりまえになっていくことの意味は何でしょうか。

量的緩和政策は、かたちを変えた為替切り下げ競争です。このように、従来なら別の形で行われてきた政策が金融政策の装いの下で行われるようになっていきます。そうすると、政策意図と説明責任があいまいになっていく可能性があります。これがたとえば国際紛争の源ともなりかねません。また、国債を増発しても中央銀行が買い上げればよいという「財政ファイナンス」への道が開かれるかもしれないことさえ懸念されるでしょう。黒田総裁は質問にこたえてこの点を否定しましたが、たとえばヘッジファンドによる日本国債アタックを許してしまった（しまいそうな）という万が一の状況で、日銀が全額購入すれば危機対策になりそうだという発想、日銀に一時的に国債の引き受けを許容しようという誘因などが生じないとも言い切れません。そういった諸々の可能性を考えれば、アベノミクスの実験とは、経済政策全般を巻き込んだ異次元への突入の可能性さえ導きかねないものではなからうかという懸念です。

以上、量的緩和からアベノミクスを解剖するというお話でございました。ご静聴ありがとうございました。

## 【報告2】

### 「機動的な財政政策」の帰結

池上 岳彦

池上です。「機動的な財政政策」というテーマですが、報告のポイントは5つあります。1番目は、「機動的な財政政策」と、これもよく使われる「財政健全化」との関係。2番目は、日銀が長期国債の購入を進めていますが、これをどう見るか。3番目は、「国土強靱化」という言葉がきかれますが、公共事業の拡大がどういう影響を持つのか。4番目は、税制改革、つまり消費税増税や投資減税の議論をどう考えるか。最後に、社会や経済の再生に貢献する財政政策は、今言われているような話なのか、という問題です。

最初は「機動的な財政政策」と「財政健全化」の関係です。今回の安倍晋三内閣が成立して2週間ほど経った2013年1月11日、「日本経済再生に向けた緊急経済対策」が発表されました。それに関連した財政支出が約10兆円というなかで、「復興・防災対策」「成長による富の創出」

表1 予算の推移

(単位: 兆円)

	2012年度 当初 A	「15か月予算」		当初予算比較 C - A [ ] は伸び率 (%)	「15か月予算」と 2012当初予算の比較 (B + C) - A [ ] は伸び率 (%)
		2012年度 補正 B	2013年度 当初 C		
歳 入	90.3	10.2	92.6	2.3 [ 2.5]	12.5 [ 13.8]
租税・印紙収入	42.3	0.3	43.1	0.8 [ 1.8]	1.0 [ 2.4]
公債金	44.2	7.8	45.5	1.2 [ 2.8]	9.0 [ 20.4]
(うち 建設公債)	(5.9)	(5.5)	(5.8)	( 0.1)[ 2.3]	(5.4)[ 91.1]
その他	3.7	2.0	4.1	0.3 [ 8.3]	2.4 [ 65.3]
歳 出	90.3	10.2	92.6	2.3 [ 2.5]	12.5 [13.8]
公共事業関係費	4.6	2.4	5.3	0.7 [ 15.6]	3.1 [ 68.6]
社会保障関係費	26.4	3.1	29.1	2.7 [ 10.4]	5.8 [ 21.9]
文教・科学振興費	5.4	1.0	5.4	0.0 [ 0.7]	1.0 [ 18.0]
地方交付税	16.5	0.3	16.3	0.2 [ 1.2]	0.1 [ 0.6]
国債費	21.9	0.4	22.2	0.3 [ 1.4]	0.1 [ 0.5]
その他	21.0	4.8	19.7	1.3 [ 6.0]	3.6 [ 17.0]

注：1) 歳出の「その他」は、東日本大震災復興特別会計への繰出金（2012年度補正は1.4兆円）を含む。

資料：財務省主計局「平成24年度補正予算（第1号、特第1号及び機第1号）等の説明」及び財務省

主計局・理財局「平成25年度予算及び財政投融资計画の説明」により作成。

「暮らしの安心・地域活性化」それぞれ3兆円規模が掲げられました。インフラ老朽化対策、学校や土木・農林水産業施設の耐震化、交通インフラ整備、設備・研究開発投資の補助、中小企業・農林水産業への補助・融資など、いろいろなことが書かれています。

その性格づけですが、財政制度等審議会——これは財務大臣の諮問機関です——が5月27日に出した報告書は「景気の底割れを回避するため」「財政が厳しい中での異例の対応」という点を強調しています。また、6月14日に閣議決定された「日本再興戦略」——「成長戦略」の正式名称です——には「デフレ脱却への期待をつくったもの」とあります。要するに、実質ではなく期待をつくったということのようです。

表1に掲げたように、2012年度補正予算と2013年度当初予算は、合わせて「15か月予算」であり、これで「切れ目ない経済対策」を行うと言われました。補正予算のほうは、一般会計歳出10兆2,000億円のうち、公共事業関係費が2兆4,000億円ですが、建設公債が5兆5,000億円増発されました。そのため、国債の年度末残高も713兆円と当初予算より4兆円増えました。震災復興予算が1兆6,000億円でしたが、実際に復興事業に使うのは3,000億円です。残りの1兆3,000億円は復興債を償還する、もしくは復興債の発行を減額すると書いてあります。要するに、借金を返して、あるいは借金するはずだったのをやめて、将来借金する余力を残すということです。景気対策とは言いにくいものです。

「15か月予算」で見た建設公債は、前年度当初予算より91.1%増です。当初予算同士でみて

も、2013年度の公共事業関係費は対前年度15.6%の大幅増加、また社会保障関係費も自然増で伸びています。その他はほとんどが対前年度マイナスです。それを政府は「財政健全化」へ向けた第一歩と呼んでいます。

とくに地方交付税という、財政力の弱い地方団体に渡す用途の自由なお金がありますが、それを減らしました。国家公務員は震災復興対策ということで給与を既に7.8%下げているのですが、それにあわせて地方公務員の給与も下げを前提として地方交付税の金額を算定したのです。それから、年金、医療、介護以外の社会保障を抑制する方針で、たとえば生活保護の給付水準を下げています。それから、施設の耐震化には予算を増やしますが、文教やODAや食料対策は全部減らしています。しかし、それでも公債依存度はほぼ5割であり、国債残高は今年度末の見込みが750兆円とどんどん増えていきます。

この状況をどうみるかです。先ほどふれた財政制度等審議会の報告書は「財政健全化へ向けた基本的考え方」というタイトルですが、これは財政当局の見解にほぼ沿っていると思います。そこでは、「財政健全化」を進めて政府債務を減らす、それによって国民の将来不安が軽減されれば、消費が拡大して経済が成長する、と言っています。これは、財政が拡大すると消費が拡大する、というケインズ主義とは正反対の議論であり、非ケインズ効果と呼ばれています。それから、「財政健全化」しないと金利が上昇してしまう、という指摘もあります。いずれ物価が上昇し始めれば日銀は物価を安定させるために国債購入を減らすかもしれない、そのときに国債が大量発行されていれば消化されずに金利が急上昇するおそれがある、とも書かれています。

財政当局は昨年度補正予算にあった「異例の対応」から「機動的」に、つまりすばやく「財政健全化」へ舵を切っています。そのために、国・地方を通じて事業の重点化・効率化を進めましょう、金利上昇は何か何でも避けましょう、というわけです。

6月14日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針」——俗に「骨太方針」と呼ばれています——も、日銀が金融緩和を円滑に推進するためには、日銀の国債購入が財政を支えているのではないかという疑念を生まないように、政府が財政規律を堅持する、と言っています。全体的に重点化・効率化を進めて、中期財政計画をつくり、「財政健全化」を進めましょうという論調です。

ただし「基本方針」の各論は、社会保障では健康長寿化、ICT (Information and Communication Technology) や後発医療品の使用促進、社会資本整備については国際競争力、地域活性化、国土強靱化、防災・減災とあり、地方財政も抑制を図りつつ一般財源を確保する、というように、まだ何をどう減らすのかわかりません。

6月17日には、G8サミットで世界経済コミュニケが発表されました。その中には「日本の成長は短期的な財政刺激策、大胆な金融政策及び最近発表された民間投資を喚起する戦略により支えられる。しかし、日本は、信頼できる中期的な財政計画を定めるという課題に応える必

要がある」とあります。「機動的な財政政策」は「短期的な財政刺激策」(near-term fiscal stimulus)と読み替えられています。「財政刺激策」はもう終わっていて、今度は「中期的な財政計画」つまり「財政健全化」をめざせということです。

いま掲げられている「プライマリーバランスの赤字を2015年度までに半減して、2020年までに均衡させる」という「財政健全化」の目標は、実は2010年6月に民主党の菅直人内閣がつくった「財政運営戦略」で決めたものと同じです。ただし、民主党が掲げた「コンクリートから人へ」とは異なり、現在は「人からコンクリートへ」の流れを含む「財政健全化」が方針となっています。公共投資を増やす一方で、社会保障と教育の公的支出を削って自己負担を増やす、あるいは民営化するのでしょうか、具体策はまだ不明です。

先ほどの非ケインズ効果について言うと、「財政健全化」が社会保障と教育の後退だとすれば、逆に中・低所得層の将来不安は強まって、消費はむしろ減るでしょう。「財政健全化すれば将来の増税が回避されるため、消費が増える」というのは、裕福な人の発想です。本来は、社会保障や教育の確保と「財政健全化」を両立させる方策を考えるべきです。

2番目の日銀依存の国債累積について、表2をみてください。日銀の資産の中で、長期国債の保有は確かに増えています。政権交代後も、3か月ほどは長期国債保有高が90兆円強でしたが、4月4日に量的・質的な「異次元緩和」をやると決めてから、6月10日には108兆6,000億円と急増しています。これを年末までに140兆円、来年末までに190兆円へ増やすというのが、黒田東彦総裁のもとで日銀が掲げている方針です。日銀の資産に占める長期国債の割合も、現在の50%台後半から65%ぐらいまで高めようとしています。

これをどう見るか。金融を緩和しながら、しかも大量発行している国債の消化を外国に依存したくないのであれば、日銀が国債を買うしかない。ただし、「財政健全化」の見込みが薄ければ、きりがありません。日銀が国債をどんどん買い進めなければいけなくなれば、将来は予算における国債の日銀直接受けも展望されます。黒田総裁はこれを絶対やらないと言ってい

表2 日本銀行の資産における国債と貸付金

(単位：兆円)

	資産	国債	うち長期国債	貸付金	長期国債の構成比 (%)
2012年11月30日現在	156.4	111.6	(88.9)	30.6	56.9
2013年1月31日現在	159.8	118.6	(91.3)	27.0	57.2
2013年3月31日現在	164.3	125.4	(91.3)	25.5	55.6
2013年5月31日現在	184.3	142.9	(106.5)	27.0	57.8
2013年6月10日現在	184.3	145.9	(108.6)	24.1	58.9
2013年末 (2013.4.4方針)	220		(140)		63.6
2014年末 (同上)	290		(190)		65.5

資料：日本銀行「営業毎旬報告」及び同「量的・質的金融緩和」の導入について(2013年4月4日)により作成。

ますが、政治的な圧力で「国土強靱化」や景気対策、災害対策のためとなったとき、いったん国債の日銀直接引受けを認めてしまえば「前例」ができて、歯止めがなくなります。あとは政府や国会をめぐる雰囲気次第となり、それは非常に危ないことです。

国債の中には変動利付債や物価連動債も少しはありますが、ほとんどは固定金利債です。インフレになれば固定金利債務の負担は軽減されますが、逆に国債を持っている人、あるいは銀行に預金している人の場合、利率や元本がインフレに連動して上昇しない、つまり貯蓄が目減りするケースも多々あります。

3番目に、公共事業を拡大していけばどのような影響があるか。もちろんインフラの老朽化対策や防災・減災は一般論としては必要ですが、今から実施される公共事業がすべて国民にとって有益とは限りません。民主党政権ができた頃は「無駄な公共事業はやめよう」と言う方が多数派でした。あれはどうなったのでしょうか。

また、公共事業を大量に発注しても、それは供給力つまり資材や労働力をつくり出すわけではないので、資材価格の高騰や人手不足を招くおそれがあります。とくに震災復興との関係でみれば、東日本大震災の被災地は条件不利地域も多いので、そこでは資材や設備や技術者・一般労働者の不足が深刻になっています。

表3をみてください。今年3月時点で、建設業界の景況は、全国的にはあまりよくありませんし、資金繰りも苦しい。短期金利は下がっていますが、銀行からの借入は容易ではありません。資材調達は困難になり、資材価格が上昇しているし、建設労働者の確保は困難になってい

表3 建設業景況調査の Business Survey Index" (BSI) より [2013年3月実施]

		全 国		東日本大震災の被災地	
		1～3月 (実 績)	4～6月 (見通し)	1～3月 (実 績)	4～6月 (見通し)
地元建設業界の景気	(良い 悪い)	12.0	6.0	12.5	8.0
官公庁工事の受注	(増加 減少)	11.0	4.5	7.5	6.5
資金繰り	(容易 困難)	6.5	9.5	2.5	5.5
銀行等の貸出傾向	(容易 困難)	0.5	2.0	3.0	1.0
短期借入金利	(上昇 下降)	1.5	0.0	1.5	2.0
資材の調達	(容易 困難)	4.5	8.0	20.0	20.5
資材価格	(上昇 下降)	20.0	25.0	32.0	30.0
建設労働者の確保	(容易 困難)	14.5	17.5	32.5	29.5
建設労働者の賃金	(上昇 下降)	7.5	10.5	21.5	21.0
収 益	(増加 減少)	13.5	13.0	4.5	11.5

注：1) BSI = (「良い、増加、容易、上昇」の割合 [%] - 「悪い、増加、容易、下降」の割合 [%]) × 1/2。

資料：北日本建設業信用保証・東日本建設業保証・西日本建設業保証「建設業景況調査」(平成24年度第4回、2013年4月発表)による。回答企業は2,487社。

表4 資材価格が東日本大震災被災地で上昇している例

(単位: 円 [1 m<sup>3</sup>当たり])

		生コンクリート [18 18 25 (20)N。 取引数量200～1,000m <sup>3</sup> の場合]			粒度調整碎石 [40～0 mm]		
		2012年 6月10日	2013年 6月10日	上昇率 (%)	2012年 6月10日	2013年 6月10日	上昇率 (%)
岩手県	宮古市	14,300	20,800	45.5	3,100	3,500	12.9
	釜石市	14,950	16,350	9.4	2,500	2,700	8.0
	大船渡市	14,150	14,150	0.0	3,200	3,600	12.5
宮城県	気仙沼市	14,450	15,450	6.9	4,050	4,050	0.0
	南三陸町	14,450	15,450	6.9	4,100	4,300	4.9
	石巻市	12,300	15,500	26.0	3,700	3,900	5.4
	仙台市	10,350	13,700	32.4	2,800	3,200	14.3
福島県	南相馬市	12,600	14,600	15.9	3,400	3,700	8.8
	いわき市	10,700	11,700	9.3	3,150	3,600	14.3

資料: 建設物価調査会「建設資材情報」による。

る。被災地では、建設業界の仕事はありますが、やはり資材調達の困難と資材価格の上昇、そして建設労働者の確保が困難だ、というのが深刻な問題です。

被災地の資材価格について、表4に例を挙げておきました。価格水準も上昇率も地域によればばらつきがあります。生コンは宮古市では最近1年で45.5%も値上がりしているし、価格自体もかなり高い。生コンは固まってしまうので、工場が近くになれば困るのです。碎石は道路材として使われますが、これも1割前後の値上がりがみられます。

4番目は、税制改革の問題です。ご存じのように、国と地方を合わせた消費税の税率は、2014年4月から8%、2015年10月から10%と2段階で上がる予定です。実際にそうするかどうかは安倍内閣が選挙後に決めるようですが、結局は上げるでしょう。それから、おじいさん、おばあさんから子や孫へ教育資金を贈与する際の贈与税を免除して、お金を使う年齢層に資産移転を促進すれば景気がよくなる、といった政策がとられています。しかしここには、若者同士の間、つまり裕福な家庭の若者と、そうではない若者との間の格差を拡大させるという重大な問題があります。住宅ローン減税の延長・拡充や自動車取得税の廃止論をみても、富裕層や大口の購入者を優遇する方針が出ています。

それから「日本再興戦略」には「思い切った投資減税で法人負担を軽減する」と書いてあります。ただし、実際の投資は収益拡大の見込みがあるかどうかで決まります。減税がもたらした投資計画の補助になってしまえば意味はありません。内部留保はかなり拡大していますから、資金面で刺激して効果があるかどうかわかりません。ついでに言うと、復興増税のうち



表5 一般政府の財政状況に関する国際比較 [2012年。対 GDP 比 (%) ]

	総支出	総収入	財政収支	総債務	資産	純債務	純利払い費	長期金利 (%)
日 本	43.2	33.3	9.9	219.1	83.2	135.9	0.9	0.8
アメリカ	40.3	31.7	8.7	106.3	19.2	87.1	1.9	1.8
カナダ	41.2	38.0	3.2	85.5	51.0	34.5	0.6	1.9
イギリス	48.5	42.0	6.5	103.9	33.0	70.9	2.8	1.9
ドイツ	45.0	45.1	0.2	89.2	38.3	50.9	1.8	1.5
フランス	56.9	52.0	4.9	109.7	39.0	70.7	2.4	2.5
イタリア	50.6	47.7	2.9	140.2	27.3	112.9	5.2	5.5
スウェーデン	52.0	51.3	0.7	48.7	72.0	23.3	0.0	1.6

注：1) 「一般政府」は、中央政府、地方政府及び社会保障基金の合計。

資料：OECD *Economic Outlook 93* (May 2013) Annex Tables により作成。

法人税の増税は2015年に終わるので、法人税率は下がります。要するに、法人は二重に優遇されるのです。

最後に、社会や経済の再生に貢献する財政政策とはどういうものか。表5をみればわかりますが、日本の政府部門は先進国の中では「大きな政府」ではない。しかし、収入が少ないために、2012年の財政収支の対 GDP 比はマイナス9.9%と大幅な赤字であり、政府債務も飛び抜けて多いのです。今までは、低金利と政府資産の収益で何とかやってきました。ただし、家計貯蓄率は下がっているので、政府債務がさらに増えれば対外債務が増えるおそれがあります。ギリシャのようになるかどうかは別として、資金繰りの問題が生じ得ます。

財政政策の目的は「財政健全化」それ自体ではありません。目的は社会を安定させることなので、格差は正つまり再分配の視点に立った増税が必要です。所得税を増税する、相続税を強化する、あるいは環境税、いろいろな手段はあり得ます。それから、人的成長への投資という意味での教育・文化サービスは重要ですし、逆に無駄な公共事業は回避すべきです。

消費を拡大させようとするれば、本来消費性向が高い中・低所得者に安心を与えるために社会保障の維持・改善が必要です。たとえば生活保護の切り下げはそれに逆行します。金融緩和、インフレ、投資減税などは企業や資産家の利益を増やしますが、それは格差拡大を促進する一方で、雇用の拡大と安定化を招く実体経済の拡大につながる保証はありません。

経済再生を重視する財政政策をとるとすれば、環境重視型産業構造への転換、教育・研究や社会保障を充実した形で国民生活を向上させるという意味で実体経済を発展させる。その方向に財政も貢献しなければいけないので、そういう意味では、アベノミクスは方向をかなり変えるべきだ、というのが私の考えです。

## 【報告3】

## アベノミクスと中小企業支援策 中小企業を織り込んだ成長戦略の策定を

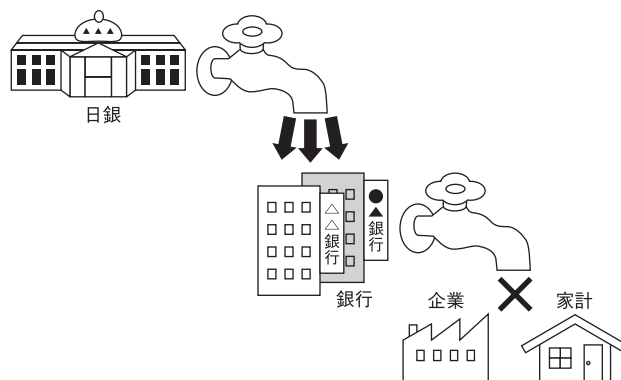
山口 義行

皆さん、こんばんは。皆さんきょうは非常に期待して雨の中たくさん来ていただいたのですが、普通で考えると、こんなつまらないパネルディスカッションはないと思うのですね。なぜかという、普通はアベノミクス大賛成の人がいて、反対の人がいて、議論してこそパネルディスカッションの意味があると思うのですけれども、実は今回3人とも、アベノミクスというのはつまらないよね、みたいな。3人がみんなで同じことを言うというので、普通からしたらすごくつまらないと思うのですけれども、同じことをどういう言い回しで言うか、その微妙な違いを楽しんでもらう以外にないのではないかと思います。

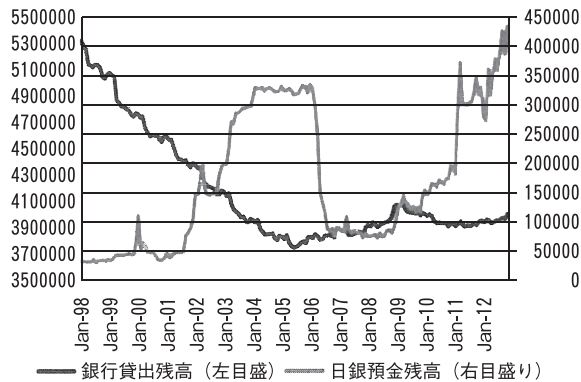
僕は成長戦略担当ということなのですが、成長戦略というのはほとんど出されていないのです。例えば、農業の所得を倍にしたいとか、皆さんの所得を150万円増やしたいとか、開業率を何%に増やしたいとか、要するに、こうしたいということを言っただけで、戦略というのは、それをどうやって達成するかという方法論がなければいけません。これがほとんど出していないのです。だから、そういう意味では、残念ながら検討しようもないものです。それでも、その役割ということなので、後で少し言いたいと思います。

その前に、先ほど櫻井さんがいろいろと説明されていたことを少し振り返りたいと思います。

まず、図表1を見てください。日銀が銀行にお金を流す。たくさん流すよというのが金融緩和政策です。だけれども、ここの中にいる人で、日銀からお金を借りた人は一人もいません。当たり前ですが、日銀というのは銀行に出すだけ。要するに、2つ蛇口があるのですが、先ほど櫻井さんが言っていたのは、上の蛇口は幾らでも出せますよと。下の蛇口はそういうわけにいきませんよということですね。上の蛇口は日銀が幾ら出すか決めればよいのです。きょ



図表1



出所：日本銀行ホームページ

図表2 銀行貸出残高と日銀預金残高 (億円)

う1兆円出すと言ったら1兆円出せます。10兆円出すと言えは出せます。銀行は日銀より立場が弱いですから、「国債を売れ」と言われれば売ります。銀行に入ったお金は、とりあえず日銀に預けておきます。これを日銀預金というのです。蛇口がもう1個あるのですが、これは企業や家庭がお金を借りたいと言わない限りは出せないのです。いくら銀行が出そうと思っても、借り手が借りたいと思わなければいけない。企業はただお金をもらえるならいいのだけれども、やはり返さないといけないので、お金を借りて、投資をして、利益を伴って返ってきて返済できるという見通しがないと借りません。そういう見通しをつくるお手伝いをするのは、実は政府の仕事です。ところが、アベノミクスでは、それを日銀の仕事だと安倍さんは考えて、日銀がやる気になればそれぐらいできるだろうということで政策を進めている。

先ほど言ったように、日銀がどんどんお金を流すと、日銀に民間の銀行が預金をしてある、その日銀預金が増えていくことになります。それを示したのが図表2の「薄い実線のグラフ」です。これは、日銀に民間の銀行がどれぐらい預金しているのかを示しています。これは「億円」が単位です。「濃い実線のグラフ」は銀行の貸出額です。少し振り返りますと、1999年よりは日銀預金はだいたい4兆円なのですが、これは過去にさかのぼっても4兆円です。どうということかという、だいたい4兆円あれば銀行は日ごろの商売に困らないということです。これを切ってしまうと、法定準備率といって法律違反になります。当座預金というのは金利がつきません。最近少しくようになってきましたが、もともとはつきませんでしたから、なるべくそんな預金は増やしたくない。そこで「必要な限り」ということで4兆円です。

ところが、景気が悪いということで、日銀批判が起きてきます。「景気が悪いのは日銀がお金を出すのをけちっているからだ」という批判です。それで日銀は抵抗できなくて、さっき櫻井さんの話にありましたけれども、日銀預金を34兆円ぐらいまで増やした。つまり、30兆円ぐらい余分に増やしましたけれども、貸出は全然増えてきません。どんどん減る一方です。このグラフを見ると効果がないというのがよく分かりますね。福井日銀総裁がやはり無駄だという

ことで結局お金を吸収します。つまり、民間の銀行に国債を売って、民間の銀行からお金を吸い上げたのです。以後はだいたい7兆円ぐらいが基準になりました。けれども、その後リーマンショックが起きて、また日銀批判が出てきます。政治家や評論家、エコノミストが日銀に「金を出せ」、「金を出せ」と騒いだ。それで日銀はまた抵抗できなくて、どんどん、どんどんお金を流しまして、2012年末の残高で言うと49兆円ぐらいまで増やしたのです。それでもなかなか貸出は増えてこない。

4月4日に黒田日銀新総裁が「異次元の金融緩和」をやると言った。「異次元」ということは、要するに、「むちゃくちゃ」やりますということです。どこまで増やすと言ったかという、日銀預金を年末までに107兆円に増やすと。来年の年末には175兆円にまで増やすと。世界は、こんなばかなことをやってどうするのと。こんなばかなことをやると何が起きるか一回見てみようと、みんなが面白がってじっと見ているのが現状です。現在相当な勢いで日銀預金が増えています、それでもなかなか貸出は増えてきません。これは、さっき言ったように、企業や家庭が借りようとしなければ増えないからですね。だから、お金が出回ってインフレが起きていくということは起きないのです。お金が出回ってみんながお金を使うようになって、需要が膨らんで物価が上がっていくインフレを、「デマンド・プル・インフレ」といいます。今物価が上がったりしていますが、これはそのインフレではない。何が起きているかという、日銀が「円をばらまくよ」と言ったものだから、イメージ的には円安になるだろうということで、投機筋が円売りドル買いにスぺキュレーション、投機を仕掛けたのですね。そこで一気に円安が進みました。円安が進むと、外国から入ってくるモノの値段が上がってしまいます。コストが上がってしまう。それを製品価格に転嫁する。こうやって物価が上がっていくのを「コスト・プッシュ・インフレ」という。今起きているのは「コストプッシュ型」です。安倍さんがインフレにしますよと言ったときに、みんながなんとなく期待したのは、「デマンドプル型」ですが、それは起きていないのです。「コストプッシュ型」です。

「コストプッシュ型」というのは放っておいたら「デマンドプル型」に変わるわけではないのです。典型的なのが石油ショック。石油ショックでコストが上がってしまったでしょう。その結果インフレになったのだけれども、あれは結局、不況要因ですね。石油ショック不況です。だから、放っておいたらよくなるというわけではないのです。

それでも、アベノミクス、つまり金融緩和でなぜ景気が浮揚すると考えられているのか。そのシナリオが3本あると僕は思います。1つは、金融を緩和して、金利を下げますと。金利を下げれば、みんなお金を借りてくれて、ものを買ったりしてくれて、景気上昇につながるでしょう。金利上昇はその結果起きるのだけれども、でも、そのときは景気も上がっているからいいでしょうというのが黒田さんなどが一生懸命言っていたことです。でももともと金利は、ゼロ金利政策で、短期金利、とくに銀行が「今日借りて明日返す」際の金利はもうほとんどゼロ%なのです。そこで彼は何を言ったかという、長期金利も下げます、全部下げてみせます

と言ったのです。中央銀行は長期金利を直接コントロールできないというのが金融論の常識なのですけれども、黒田さんは知らなかったかもしれませんが、やる、やると言ったわけです。それをやって、金利を全般的に下げて、そして景気を刺激していくのだというのが1つです。

もう1つのシナリオは何かというと、金融緩和をやると、さっき言ったように円安が起きる。そうすると、円安になると輸出が増えるでしょう。輸出が増えれば景気もよくなるではないですかとみんな考えますよね。このルートで景気がよくなるのではないかというのが2つ目のシナリオです。

もう1本は何かというと、金融を緩和すると余ったお金が株に向かっていきますから、株が上がる。あるいは、日本の場合は日経平均の中には、輸出大企業の株がいっぱい入っていますので、円安になったら輸出企業は有利だよねということで株、日経平均が上がる。株が上がると、それでもうける人が出てきます。そうすると、その人が消費を増やすので景気が上がると。

この3つのシナリオが、金融緩和でもって景気をよくできますよという考え方です。しかし、これがうまく行っていない。まず1つ目、金融緩和して国債をどんどん買います。そうすると、長期金利が下がりますと、黒田日銀総裁が4月4日に発言をした。ところが、翌日の午前中だけ下がって、午後からどんどん、どんどん長期金利が上がって、0.3%まで下がったものが1.0%まで上がっていく。3倍以上、上がってしまった。記者たちは、一体どういうことですかと日銀総裁に質問をぶつける。「日銀の総裁が下げると言ったのに、翌日からどんどん上がっているではないか、おかしくないですか」と。つまり、このシナリオはもしかしたら狂うぞと多くの人が思い始めた。そこで投機筋が株式市場から逃げ始めた。5月21日に日経平均が1日で1200円近く一気に落ちましたが、その背後にはこういう長期金利をめぐる問題があったのです。

なぜ日銀が「金利を下げるぞ」と言っているのに、翌日から金利が上がっていったしまったのか。皆さん分かりますか。学生向けにすごく分かりやすく言います。

長期金利というのは、実は国債の利回りのことです。皆さんが今、国債を買ったら、幾らの金利がついてくるか。そのパーセントを長期金利と言います。

例えば今、世の中が5%の金利が水準だとしましょう。長期の預金をして、長期でお金を借りてもだいたい5%ぐらいが普通ですよ。お金を運用しようと思っても、だいたい5%ぐらい稼げるのが一般的ですよ。「5%の時代」だとします。今、額面が100万円の国債があったとします。金利が5万円だとします。これは5%ですね。これを表面利率というのですが、表面、額面どおりで売れることになります。だいたい世の中5%ですから、誰も文句を言わないですね。ところが、黒田さんが言うようなことが現実になって本当にインフレになりました、本当に景気がよくなりました、みんなお金を借りてどんどん使うから、金利が上がってしまった。その結果、例えば「10%の時代」になったとします。そうすると、この国債をもう100万円で額面どおり買う人は一人もいなくなります。今や、普通に運用すれば10%ですから、この国債を100万円で買ったら利回りは5%になってしまうので、ばかばかしいから買いませんね。

「その値段では買えないよ」となるから、値引きせざるを得ません。どんどん、どんどん値段が下がっていったら、例えば、額面よりもぐんと下がって、50万円まで値段が下がれば「買ってもいいですよ」ということになる。50万円で買えば、5万円の金利がついてきますから、10%の運用です。「それなら普通の運用だな。では、買いましょう」と。つまり、金利が上がると国債の値段が下がるわけです。ここまでいいですか。

問題はここからです。黒田さんは4月4日金利を下げますと言ったのだけれども、同時に絶対にインフレを起こします、景気をよくしますと言った。ということは、最終的に金利は上がるなとみんなが思うわけです。一番心配したのは、銀行です。特に大手銀行はたくさん国債を抱えている。黒田さんが言ったように、もしも金利が上がってきて、国債の値段がどんどん下がってしまうと大損です。大手銀行は国債を大量に抱えていますから、それが価値を減らしてしまったら、赤字になってしまうかもしれない。これは冗談ではない。皆さんがそんな銀行の頭取だったらどうしますか。今のうちに売ってしまおうと思いますよね。なるべく手持ちの国債を減らしておこうと。そこで、大手銀行は日銀総裁が4月4日に講演した次の日から国債を売り始めたのです。どんどん、どんどん売りますから、売ることによって国債の値段は下がっていきまいます。国債の値段が下がれば、利回り、つまり金利は上がることになります。

こうして、大手銀行が自己防衛のために、黒田さんが言ったとおりになるかもしれないと思うからこそ、自己防衛のために国債を売る。そのことで長期金利が上がってしまったのですね。そうすると、さっきのシナリオは狂うことになります。つまり金融緩和をすると、まっ先に長期金利が上がってしまう。そうすると、景気は本当に拡大するだろうか。例えば、住宅ローンはまだ3カ月連続で上がってきています。長期の貸出のプライムレートも上がってきています。それから、社債を発行しようとしていた企業も、金利がどうなるか分からないので、ちょっと様子を見ましようとしてストップをかける。金融緩和が景気を上げるところか、足を引っ張ってしまうのではないかとということで、このアベノミクスのシナリオの1つ目はどうもうまいかなさそうだということで、期待が失望に変わってきたわけです。

それから、2つ目。2つ目は何かと言うと、円安になると輸出が伸びる。これも多くの皆さんが、自国通貨が安くなれば輸出が伸びるものだと思っていますよね。本当にそうか。たとえば2005年から2007年にかけて、実は25%も円安が進んだのです。今まで我々が勉強してきたことに従えば、円安になれば輸出が増えて、貿易黒字が増えるはずだと思うのですが、実は2年間、貿易黒字は減り続けています。現在はどうかというと、円安の進行とともにどんどん貿易赤字が増えていってしまっている。教科書で勉強したことがと話が違わないかと思えますよね。

実は、貿易収支とくに輸出は為替レートよりも海外の景気状況が大きく影響する。そこで、ちょっと皆さん、ぜひ PMI (Purchasing Managers' Index) とメモしてください。PMI というのは何かというと、各国の製造業や非製造業はどれぐらい元気がいいのかを調べた指数で



す。50を超えているといいほうで、50を切ると悪いですね。その中国のPMI、製造業の活発度と、日本の中国向け輸出の相関関係を調べてみると中国のPMIが55ぐらいを行ったり来たりしていると、日本の中国向け輸出はどんどん増えていく。反対に55を切って下がっていくと日本の中国向け輸出が減ってきます。また55ぐらいに戻ってくると輸出がまた増えてきます。しかし、55を切って、50に近づいてくると輸出が減っていく。2007年当時も、中国経済が活発だったおかげで輸出が増えた。それで2005年以降減少していた貿易黒字が増えはじめました。円安の効果ではなく、中国の元気がどうかが大きく影響するのだということです。

最新の中国PMIが幾つか、皆さん知っていますか。実は、5月に発表された4月のPMIが49、つまり50を切ってしまったのです。やっぱり中国はだめだぞということになります。このPMIが49と発表されたその日に、日本の株もどんと落ちて、日経平均が1日に1,200円ぐらいい落ちるという事態の一因になったのです。

5月のPMIは48です。これでは円安になったからといって輸出が増えていくというふうにはなかなかいかないと思います。ただ、最近、新聞やテレビを見ていると、輸出が増えました、6月には10%増えましたとメディアで言われているのですけれども、あれは何を言っているかというと、第一に、円で示した輸出金額が増えたことを強調しているのです。円安ですから、円で示した金額は増えるに決まっているのです。ドルを円に換えれば膨らみますから。でも、問題は輸出数量が増えたかどうかですね。輸出数量は、実は5月まで、なんと去年の6月から1年間、前年比で減り続けています。例えばトヨタが1万ドル稼ぎました。今までだったら1ドル80円で80万円だった。それが100円になったおかげで100万円に増えましたというだけでは、下請けの仕事は1つも増えないのですよ。車が1台売れていたのが、2台売れるようになりますとなると、仕事が出てきますので、下請け企業に仕事が下りてきます。こうして大企業から中小企業へ、国全体に景気が広がっていくのです。ところが、数量が増えていない。数量が増えてこなければ、いくらトヨタが史上最高のもうけを出しても、下請け企業は潤ってこないということになります。今起きているのはこういう状態です。しかも、中国がこんな状態だから、うまくいかないだろうという見通しが出てきて、これが大きな失望を生み出しています。

それで結果的に何が起きたかということ、株も落ちてしまった。株が落ちていることで、その消費持ち上げの効果も減少してきている。アベノミクスの3つ目のシナリオも相当崩れてきています。だから国民の間でも期待よりも失望の方が増えてきています。

それを打ち消すような成長戦略が出せるかということ、これはなかなか出せない。

時間ですので、この続きはまた後で、やりとりの中で少しお話ししたいと思います。

とりあえず以上です。

ディスカッション<sup>1)</sup>

ディスカッションでは、最初に、ファシリテーター（藤原）よりコメントが行われました。

## コメント1（藤原）

今までもヘッジファンドが日本（の金融市場）を狙ったことが何度かあり、そのたびに失敗してきましたが、今回、櫻井氏の報告にあったようにヘッジファンドが日本（今回は日本国債）を狙ったら成功するのでしょうか。また、その時、日本国債はどうなるのでしょうか。

## コメント1への回答（櫻井）

現在の日本国債の発行残高を考えると、金利が上昇すると利払いだけで膨大になり、「借金のための借金」という部分が大きくなり、日本国債（さらには日本政府の累積債務）の持続可能性が問われることになります。たしかに、現在の日本国債は国内消化されているので、2009年に財政危機となったギリシャのような状況がすぐに生じるわけではありません。しかし、日本の人口減少による貯蓄率低下、エネルギー・食糧価格上昇や円安による輸入額の増加、輸出競争力の低下による貿易黒字の赤字化および経常収支黒字の縮小（これは外国に投資する原資の縮小につながる）、日本銀行総裁の記者会見によって金利が1日で乱高下してしまう動きといった政策的混乱などが重なると、日本国債への投機アタックが生じてしまう可能性があります。

## コメント1への回答（山口）

ここでは「国債離れ」について2つの点にふれておきます。第1に、日本銀行による新規発行国債の買取の影響。これによって、国債の市場規模が小さくなると同時に、日本銀行のプレゼンスが大きくなり、わずかな資金の流出入で国債価格および金利が乱高下し、金融機関にとって日本国債は魅力的な投資対象ではなくなってしまいます。第2に、（さきほどの櫻井氏の回答にもあったように、）日本の貿易収支の赤字および経常収支黒字の縮小は、国債の国内消化を困難化するとともに、日本の黒字国というブランドイメージを揺らがせ、国債が投機アタックにさらされる可能性を生み出すことになります。

---

1) 以下、紙幅や編集の都合から、発言をほぼそのまま掲載した部分と、発言の要約を掲載した部分がある。

**コメント2（藤原）**

池上氏の報告では二重の驚きを受けました。第1に、報道や世間の議論では、「機動的な財政政策」とは、財政健全化と言ってきた日本政府が方針を転換して、国を良くするために国土強靱化、被災地へのケア、防災の強化にお金を使うようになったこととされていますが、現実には、「機動的な」というのは、財政健全化のお金を使わないほうへ機動的に変えますよという話でした。第2に、一般に、消費の拡大には生活の安定・安心が大切だと言われてきましたが、日本政府はそのための条件となる社会保障や教育制度の充実に取り組みず、むしろそれらを引き下げて国民が安心して生活できないような状況を作りながらも、財政赤字がなくなれば、みんなが安心してお金を使うようになるだろうという非ケインズ効果を想定しているということでした。これで本当に消費は増えるのでしょうか。

**コメント2への回答（池上）**

1つ目のコメントに関して。私自身も、最初は「機動的な財政政策」は財政拡大策で景気をよくする路線と考えていましたし、実際に、1月の補正予算ではそういう面がみえました。しかし、それは「異例な対応」だということで、財政当局は、それを打ち消しにかかりました。実は「機動的」というのは「迅速」という意味を含んでおり、財政政策は「財政拡大」とみせて迅速に「財政健全化」路線へ戻っています。その際に、「国土強靱化」の旗を下ろさないとすれば、歳出削減のターゲットは社会保障や教育、あるいは地方交付税となりうるのです。

2つ目のコメントにある非ケインズ効果については、所得階層によって考え方が異なります。自助努力義務を強めて財政赤字を減らしたいという「財政健全化」をめざせば、中所得者も含めて、将来への不安はかなり大きくなってしまいます。その結果、個別の家計にとって、収入はできるだけ使わずに貯め込むのが合理的な行動になり、一国全体では消費活動が萎縮するおそれがあります。やや角度を変えると、株価が高くなると消費が増えるというのは、自分が裕福だと思っている人の発想ですが、日本にいる多くの人はそうではないと思われます。

**コメント3（藤原）**

今回の報告者はアベノミクスへの反対派がそろいましたが、逆に、賛成派も討論に加わると議論が面白くなると思うので、あえて反論を。金融緩和に関しては、長期金利低下、円安による輸出増加、株高を通じた3つのルートによる景気高揚が想定されており、前2者はすでに報告のなかで問題点が指摘されました。ただ、株高に関しては現実に株価は上昇しており、アベノミクスの成果として評価する声も世間で出ています。この株高をどのように考えればいいのでしょうか。

## コメント3への回答 (山口)

安倍首相は、株価上昇によって年金財政が楽になったと言っていますが、消費刺激効果は薄いと言わざるをえません。まず、おおまかにいえば、株価上昇で儲けたのは外国の投機筋で、庶民は大損しています。また、2013年3月・4月は確かに百貨店の売上げが伸びて消費は、拡大したようにみえて、それ以降はまた悪化しています。

上記のコメントの趣旨とは異なる内容になりますが、さきほどの私の報告のなかで成長戦略についてお話しなかったので、ここで成長戦略についても簡単にふれておきます。成長戦略においては、農業の所得補償（以前に民主党が提案していた）が1つの重要な役割を果たすと考えられます。具体的には、農業の所得補償によって、農産物の価格を下げることによって、消費者は安く農産物を買えるようになるとともに、それでういたお金で消費者が他の製品を購入すればそれだけ需要が生まれることになり、農産品を使って工業品にする「六次化」が行いやすくなり、対外的には農産物を国際価格並みに下げて輸出を増加させることができ、これらを通じて農業を再生することが可能になります。ところが、現在行われている政策はこうした方法論を含んでいず、ただ単に「(農家の) 所得を倍にします」としか言っていないため、インチキくさくなりあまり評価できないのです。

次に、フロアからの質疑応答にうつりました。

## 質問1 (本学の学生)

今回のシンポジウムでは報告者全員がアベノミクスの反対派であり、それには十分な根拠があることはよくわかります。しかし、長期停滞する日本経済を立て直すためにアベノミクスが出てきたのも確かであり、成長戦略の意義そのものがないわけではないため、反対論だけでなく対案を出していただきたいのですが。(この点に関して、ファシリテーターが、「ダメ出し」だけでは物事は進まないのので、対案を出すことは大事であると補足しました。)

## 質問1への回答 (櫻井)

非常にもっともな質問です。これにはいくつかポイントがあるでしょう。

第1に、現在のアベノミクスは、政治家による経済理論の「つまみ食い」によって作られているため、金利上昇なのか低下なのか、財政の拡大なのか緊縮化なのか、規制緩和なのか政府介入のかなどイマイチ方向性が判然とせず矛盾した面も多く、つじつまあわせの感が否めません。そのため、整合性のない部分をきちんと整理して、整合性をもった政策として打ち出すことが大事だと思います。

第2に、政策を打ち出す順序としては、最初に成長戦略をしっかりと打ち出し、それを支え

るために必要な財政政策を後から、また補完するために金融政策を打ち出すというのが筋でしょう。

第3に、(第2の点とも関連して、)金融政策は、株高を演出して景気高揚につなげることを狙っていますが、現実には資産価格の上昇に賭ける「ギャンブル化」を促進して社会全体を賭けの対象にする状況を生みだすとともに、社会的な格差拡大にもつながっています。こうした恐ろしいリスクをはらむ金融政策を中心におくべきでないでしょう。

#### 質問1への回答(池上)

財政政策を行う際に、事業の促進・抑制の調整が容易な公共投資はしやすい一方で、いったん制度をつくと止めにくい社会保障や教育には慎重になりやすいのです。

人的成長への投資や再分配は重要であると同時に、環境重視型産業構造つまり再生可能型エネルギー体系への転換などを組み込んだ「成長戦略」を進めるべきです。

ただし、国債発行を増加させることは現実には厳しいので、「財政健全化」の必要性も無視できないのは事実です。具体的な方法としては、社会保障費を削減するのではなく、度重なる減税で負担が軽くなっている所得税の増税を通じた税収増加策をとるべきです。

#### 質問1への回答(山口)

やらなければいけないことは、実はたくさんあると思いますね。例えば、医療分野が成長分野だとよく言われます。では、医療を本当に産業にしていこうためには何が必要か。

新たな医療機器が実際に製造販売されるためには、開発、治験、それから審査、承認という過程を経なければいけないのですが、日本の審査機関に、企業が治験に関する相談に行きますと、今、1回2時間で240万円かかります。質問が1項目増えると、それでまた何十万円とか100万円といった単位で増えていくんですね。こんなところに、本当に中小企業が参入できるだろうか。まずコストの問題。さらに、それだけコストをかけて、10年待たなければいけないかもしれない。これでは参入は非常に難しい。

ちなみにアメリカはどうしているかというと、アメリカはタダです。これは国家機関がやっていますのでタダです。そして質問に対しては、たしか2週間以内に答えるというルールになっている。私が言いたいことは、単に規制緩和をしるということではありません。規制はちゃんとしてくれないと、これは安全にかかわることだから非常に重要なんですが、その規制をクリアするための、支援するためのインフラがないんですね。審査を早めるためには審査員をもっと増やさなければいけません。腕のいい人をつくらなければいけない。コストをかけて産業を育成していく。それが必要なですね。

それから、医療機関関係者と中小企業の情報交流のためのインフラを整備する必要があります。例えば、中小企業が医療分野に参入したいなと思っても、お医者さんが何を求めているか

分からないんですね。それから、お医者さんも日本の中小企業にどんな技術があるか知らない。その情報交流をちゃんとするというだけで、結構、ビジネスが生まれてきます。

関東経済産業局が「産業創成政策」を立案しました。その際のキーワードは何かというと、「人と情報」です。人をつくり、情報を交流させる。これで産業をつくっていこう。こんなことで本当に産業が生まれるのと皆さん思うと思いますが、都内の信用金庫の中に、西武信用金庫というところがあります。これは3年間で、1,000億円も貸し出しを増やしています。この3年、都内の信用金庫の平均は一金庫当たり200億円の減少です。さらに、4割の信用金庫が、預貸率50%を割っています。つまり集めた預金100に対して貸し出しを50しかやっていないんです。残りを国債とかで運用している。つまり融資を増やしていないんです。ところが、西武信用金庫は70%の預貸率を持っています。これは恐らく全国トップだと思います。

アベノミクスで金融緩和することよりも、こういう金融機関がどうやって実際に融資を増やしたのかを分析したほうが早いのではないかとということで、現場に行って、理事長や借り手企業の経営者の話を詳しく聞いてきました。何をやっているかということ、まさに人と情報です。例えば、そこは1,000人の専門家を金融機関の外に抱えています。例えば、中小企業から、こんなネタがあるんだけどという相談があると、この分野についてはこの学者が専門だとか、このコンサルタントが専門だからそこに行きましょうといって紹介するんですね。東大には4,500人、研究者がいると言われてはいますが、その東大の中にもデスクを置いて、相談に行くと、適切な人を探して紹介します。それから、海外進出を考えたいんだけどということ、海外進出に関わる法務、会計、それから当然マーケティングなどの専門家をずらっと用意してきます。

こういうふうにされると、では、やってみようかなと思いますよね。これは事業創造ですね。事業をつくり出す支援をしなくてはいけないんです。それは何でやっているかということ、情報と人でやっているんです。

もう一つすごいのは、そのときに、事業創造に自分も関わる、金融機関が積極的に関わる以上、もしこれがうまくいかなかったとしても逃げませんと金融機関側が言うんです。失敗してもいいですよと最初にいうんだと。失敗しても、私たちは絶対逃げません。なぜか。例えば、こういう人を紹介して、それで事業を進めたのに、それで失敗したら、金融機関だけは逃げていく。これでは企業もやってみようとならない。そこで、自分たちが関わって育て上げたものについては責任を負いますと。逃げませんとはっきり言う。失敗しても何とか助けますと言うんです。

僕は理事長に、そんなことをやっていたら、どんどん、どんどん不良債権がたまっていくのではないかと、大丈夫かと聞いたら、実は都内で一番不良債権比率が低いんです。なぜかというと、絶対逃げないと約束しているから、事業創造までずっと最初から関わっているために、ちょっと危ないなと思うとすぐ方向転換する。場合によっては経営者も代える。そういうことをして、常にモニタリングをして、一緒に動いていますから、早め、早めに手を打つんです。だから、不良債権化する前に何とかやっているんで、実は不良債権比率2.8%。都内の平均は



6%。融資を一番増やしているのに不良債権が減っている。ここの手法を、もっと国全体で学んでいかなければいけないと思います。

データベースで幾ら企業情報を集めても、こんなのは使い物にならないんです。金融機関の人たちが、自分の体の中に情報をもっていて、こういう情報だったらこの人がいいね、これだったらこの人と話したらいいね。よし、ぜひここに紹介してみようというのがぱぱっと出てくるように、情報が体の中に知恵として蓄積していなければいけない。そうするとやっぱり年数がかかるわけです。ところが大手銀行、40代半ばで、もう支店長になって、その次はすぐ出向ですよ。つまり情報が蓄積している人からどんどん去っていくわけです。これでは事業創造の支援ができないんです。そこで、その信用金庫は実は定年制を廃止したんですね。定年になっても、審査委員会が、この人は残ってもしかるべき人だと判断すれば、本人が希望すれば、定年がなくなって給料が引き続き上がっていきます。それはなぜかということ、自分たちは情報産業だと思っているからです。人と情報を徹底的に大事にして、人を育てる仕組みをつくっていかないと、本当の産業の強さはないんですね。それはもう現場が始めているんです。

#### 質問2（本学の学生）

円安は、輸入価格上昇を通じてコストプッシュ型インフレにつながる（アベノミクスが目指す物価上昇とは異なる）と報告のなかで指摘されたが、これはどのような点で悪いのでしょうか。

質問2への回答（山口・藤原）

本来であれば、需要拡大による物価上昇が望ましいのです。

しかし、コストプッシュ型のインフレは、円安による原材料の輸入価格の上昇によって生じます。それによって、企業の利益が減り、利益を維持するために価格を上げれば、消費者の利益を損なうことになります。また、輸入価格の上昇は、それだけ海外に所得が流出することになります。

#### 質問3（本学の学生）

さきほどの議論のなかで、日本銀行が国債を買い占めることによって、国債が安全な市場ではなくなり金融機関の運用対象ではなくなる（そのために銀行が困っている）と指摘されましたが、銀行は国債での運用を減らし、銀行の本来の業務である貸出を増やすということはないのですか。

## 質問3への回答 (山口)

端的に言えば、銀行は資金需要がないと貸出をできないこと、(単純に考えれば)金利が下がれば貸出が増えるがすでに金利は低くなっていること、そのほか企業が借り入れる際にネックがあることから、銀行が国債での運用を減らしてもストレートに貸出が増加するわけではありません。

銀行の国債保有に関しても補足があります。銀行による国債保有には、満期まで保有する長期保有と、値上がり時に売却・値下がり時に購入する短期保有(保有国債が減価した場合は損失計上の必要がある)の2種類があります。信用金庫や地方銀行は資金運用先つまり貸出先が少ないので国債を長期保有していますが、大手銀行は短期保有の状況にあり主要な売り手になっています。

## 質問4 (本学の学生)

安倍政権がTPP(環太平洋パートナーシップ)交渉への参加を表明しましたが、これはあまり進展していないように見えます。今回のシンポジウムではTPPという言葉が出てきませんでしたが、民間企業の成長刺激策としてのTPPの可能性についてお聞きしたいと思います。

## 質問4への回答 (山口)

端的に言えばTPPは直接的には日本にプラスにならず、実体経済の成長戦略につなげるのは困難です。

第1に、安倍首相はオバマ米大統領との会談で、日本の強みである自動車を含む関税引き下げは要求しないと約束して日本に得な部分を手放す一方で、日本の弱点ともいえる農産物への考慮をアメリカ側に約束させることはしませんでした。

第2に、混合診療が自由化されて、アメリカの要求に従ったとして、そして民間保険をやるとなっても、アメリカの保険会社が入り込んでくるだけで終わる可能性が高いといえます。

## 質問4への回答 (櫻井)

日本では「アジアの成長を取り込むためにTPPを!」とされていますが、実はアメリカがアジアの成長を取り込むためにTPPをやっているのであり、日本がその中に取り込まれようというのがTPPなのだということを忘れるべきではないでしょう。

## 質問5 (本学客員研究員)

アメリカ経済は回復がみられるものの、ヨーロッパや中国の経済は厳しい状況にあります。こうしたことも踏まえて、アベノミクス(あるいは日本経済)は、外国や世界経済からどのよ

うな影響を受けているのでしょうか。

質問 5 への回答（櫻井）

アベノミクスは外国の状況に大きく左右されます。第 1 に、中国経済の減速と、（その中国の最大の輸出先でもある）ヨーロッパが危機から立ち直っていないのは、痛手となります。第 2 に、アメリカは好調であるように言われていますが、その要因とされている金融政策（3 度に渡る量的緩和政策は 1 回目、2 回目、3 回目と、次第に効果を減じています）や、シェール革命は過大評価されている感があります。

質問 5 への回答（山口）

円安は、さきほどにも出てきた輸入価格上昇だけでなく、成長戦略のなかにある外資導入とあいまって、外国からみれば日本企業が「割安」になり、外資による日本企業の買収が容易になることを通じて、日本経済を（ネガティブな意味で）変化させてしまう要因になりえます。言い換えれば、途上国は外貨や技術の不足から経済成長のために外資導入が必要ですが、日本には十分に外貨があり技術も最高水準であるなかで、わざわざ日本の「安売り」を促しかねない円安や外資導入政策をなぜ採る必要があるのか、違和感を禁じえません。

質問 6（一般）

GDP が増加するにこしたことはないが、現在の経済では、GDP で測られるような経済成長を追求するあり方自体を見直し、限られた GDP の中でどう人々が幸せに暮らせるか考えなければならないような事態になっているようにもみえます。この点の考えをお聞かせください。

質問 6 への回答（山口）

そもそも GDP が豊かさの指標になるのかという問題を別にして、現在の（日本）経済は成熟市場化しているため、成長率を上げるのは難しいのです。たしかに、マネーゲームによって一時的に強引に成長させることはできるかもしれませんが、それは麻薬を使うようなもので、副作用が怖いのです。

その一方で、低成長のなかでも、特定の層（たとえば若年層）に負担を集中させたり格差を広げないために、うまく痛みと富を分け合う仕組みが必要（あるいはそれしか選択肢がない）なのも事実です。成長戦略と言うとみんな喜び、低成長戦略と言うとみんな喜ばないこと、また、具体的な方法という意味でも難しいが、上記の仕組みをうまく作らないといけないことはたしかです。

#### 質問6への回答（櫻井）

自分自身の報告の重要なメッセージの1つは、政策の体系自体が異次元のところに来ている可能性があるという点です。まず、アメリカでは「財政の崖」により財政政策が出勤する余地がなくなりつつあり、ヨーロッパではソブリン危機によって国債（さらには財政）が投機の対象になりつつあります。また、日本は、（政府債務の巨大さから）これ以上の財政政策ができなくなり、金融政策依存で政府は何もせずに日銀任せであり、みずからそういうところにさらに入ろうとしている状況にあります。他方で、先進国全般において、投資機会が少なくなってきたようです。

こうした状況を踏まえると、かつて古典派経済学者のJ・S・ミルが定常状態の中での豊かさを求めるべきだと指摘したように、現代経済は低成長局面での豊かさを改めて考え直す局面に来ているのかもしれませんが、見方を変えれば、これにはアベノミクスの成長至上型とは正反対の面を求めるということです。質問者の指摘は極めて重要だと思います。

#### おわりの言葉

アベノミクスは、世間では明るいイメージで語られ実際に株価上昇・円安のように成果が出ているようにみえますが、今日のシンポジウムを通じて一つ一つを見ていくと、必ずしも良いことづくめではなく、しかもうまくいきそうもない可能性もあることが分かりました。

ただし、今回のシンポジウムで述べたことを信頼していただければありがたいのは事実ですが、こうしたことを1つの見方として受け止め、それらを判断材料としつつも、その奥にある仕組み、構造が何なのかということを自分の頭で判断していくことが大事です。